

西山煤电（000983） 煤炭与消费用燃料

—3 季度业绩平平，未来看产能释放

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 27.76

事件：

公司三季报显示，2010 年 1-9 月实现营业收入 156.1 亿元，同比增长 74.2%；归属于母公司所有者的净利润为 25.7 亿元，同比增长 33.7%；每股收益 0.82 元。第 3 季度实现营业收入 65.8 亿元，同比增长 106.2%；归属于母公司所有者的净利润为 8.7 亿元，同比增长 39.5%；每股收益 0.28 元。

结论：

预计公司 2010-2012 年实现每股收益分别为 1.22 元、1.78 元和 2.23 元。鉴于公司是国内焦煤龙头企业，且未来产能快速提升，给予推荐评级。

正文：

煤炭、焦化业务规模提升，营业收入大幅增长。前三季度，公司营业收入同比增长 74.2%，主要原因有：1. 由于斜沟矿产量增加和煤炭价格上升，煤炭业务收入同比增加 26.3 亿元；2. 京唐焦化纳入合并报表后，焦炭业务收入同比增加 38.8 亿元。由于焦化业务占比的提升，前三季度公司营业成本同比增长 97.31%，其中 3 季度营业成本同比大幅上涨 150%，环比上涨 26%。

3 季度毛利率下降明显。3 季度公司产品销售毛利率下滑至 31.34%，同比下降 11.9 个百分点，环比下降 4.6 个百分点，主要原因是焦煤价格出现下滑以及低毛利率的焦炭业务占营业收入比重较高。3 季度，国内钢铁市场相对低迷，导致焦煤价格出现下滑，公司主要产品价格下滑幅度在 7%-9% 左右。第 3 季度，公司焦炭业务收入为 25.6 亿元，占总营业收入比重为 38.8%，而焦炭业务毛利率很低，基本保持在盈亏平衡或小幅亏损状态。受毛利率下滑拖累，公司净利润增长速度远低于营业收入增长速度。

四季度盈利值得乐观。近期，由于钢厂减产和限产力度有所降低，焦炭和焦煤需求出现回升势头，焦煤价格稳中有升。四季度以来，公司所在地区焦煤价格出现 20-30 元/吨的上涨，焦炭价格也出现上涨，山西焦炭行业协会已将 11 月焦炭（二级冶金焦）指导价格上调 100 元/吨至 1850 元/吨，焦煤和焦炭价格的上涨有助于毛利率提升。另外，四季度斜沟矿一期可以达产，预计产量在 350-400 万吨左右。由于公司是国内焦煤龙头企业，其议价能力较强，未来产品价格易涨难跌。

2010 年 10 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	42.81/16.85
上证指数/深圳成指	2978.84/13367.24
50 日均成交额(百万元)	1294.30
市净率(倍)	8.69
股息率	0.72%

基础数据

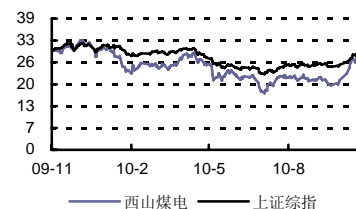
流通股(百万股)	1472.17
总股本(百万股)	3151.20
流通市值(百万元)	40867.44
总市值(百万元)	87477.31
每股净资产(元)	3.19
净资产负债率	118.79%

股东信息

大股东名称	山西焦煤集团有限责任公司
持股比例	54.40%

52 周行情图

2009-11-1~2010-11-1



相关研究报告

联系方式

研究员：	李朝松，周海鸥
执业证书编号：	S0020208060732
电 话：	021-51097188-1883
电 邮：	lichao.song@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	安徽省合肥市寿春路 179 号

煤炭产量将快速增长，斜沟矿和整合煤矿是重点。斜沟矿规划总产能为 3000 万吨/年，其中一期 1500 万吨/年已经投产，二期 1500 万吨/年将于 2011 年投产。2008 年和 2009 年斜沟矿产量分别为 268 万吨和 581 万吨，2010 年上半年产量为 450 万吨，预计全年产量可达到 1200 万吨，2012 年斜沟矿产能将达到 3000 万吨。公司还对临汾古县、洪洞县和尧都三县的优质焦煤资源进行了整合，合计取得煤炭资源储量 2.87 亿吨，产能约 480 万吨左右，上述产能将于 2011 年开始释放。另外，公司还投资设立西山永鑫煤业（持股 60%）对唐城煤矿和冀氏煤矿实现控制，新增产能 700 万吨/年（权益产能 420 万吨/年）。

图表 1 公司煤炭产量预测（万吨）

	核定产能	2009	2010E	2011E	2012E
马兰矿（主焦煤、肥煤）	400	390	400	400	400
镇成底矿（主焦煤、肥煤）	190	190	190	190	190
西曲矿（主焦煤）	340	385	380	380	380
西铭矿（瘦煤）	360	310	360	360	360
斜沟矿（气煤，80%）	3000	581	1200	2300	3000
古县矿（焦煤：51%）	330		30	60	120
尧都矿（焦煤：51%）	90			30	60
洪洞矿（1/3 焦煤：51%）	120			30	60
安泽矿（主焦煤、贫瘦煤：60%）	700				
合计		1856	2560	3750	4570

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

图表 2 公司报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11042	14805	19346	25299	营业收入	12337	22733	29471	36812
现金	5459	4658	6220	9138	营业成本	7026	14326	17724	21778
应收账款	494	948	1213	1522	营业税金及附加	207	340	456	571
其它应收款	447	492	742	908	营业费用	454	818	1090	1841
预付账款	2379	3844	5171	6184	管理费用	1414	1775	2299	2835
存货	324	827	970	1182	财务费用	115	193	224	167
其他	1939	4036	5029	6365	资产减值损失	6	7	6	6
非流动资产	12228	14117	16638	18787	公允价值变动收				
长期投资	1893	1298	1415	1455	益	0	0	0	0
固定资产	6539	10144	12985	15222	投资净收益	-119	-71	-82	-85
无形资产	185	169	152	136	营业利润	2996	5203	7589	9530
其他	3611	2507	2086	1974	营业外收入	98	67	77	74
资产总计	23270	28922	35984	44087	营业外支出	21	21	21	21
流动负债	5766	8665	9989	11398	利润总额	3073	5249	7646	9583
短期借款	1180	1577	939	899	所得税	777	1312	1911	2396
应付账款	2205	3911	5249	6138	净利润	2296	3936	5734	7187
其他	2381	3177	3801	4361	少数股东损益	66	92	130	172
非流动负债	6188	5489	6491	7374	归属母公司净利润	2230	3844	5604	7015
长期借款	3207	3854	4653	5402	EBITDA	4096	6237	9061	11320
其他	2981	1635	1837	1972	EPS（元）	0.92	1.22	1.78	2.23

负债合计	11954	14154	16479	18772
少数股东权益	1254	1346	1476	1648
股本	2424	3151	3151	3151
资本公积	939	939	939	939
留存收益	5975	8607	13213	18851
归属母公司股东权益	10063	13422	18028	23667
负债和股东权益	23270	28922	35984	44087

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3055	3109	6209	7498
净利润	2296	3936	5734	7187
折旧摊销	984	842	1247	1623
财务费用	115	193	224	167
投资损失	119	71	82	85
营运资金变动	-597	-2164	-1096	-1606
其它	139	230	17	42
投资活动现金流	-5021	-2806	-3851	-3859
资本支出	3409	3346	3654	3742
长期投资	-1200	-603	121	40
其他	-2813	-62	-76	-77
筹资活动现金流	4369	-1104	-796	-721
短期借款	1084	397	-638	-40
长期借款	1102	647	799	748
普通股增加	0	727	0	0
资本公积增加	15	0	0	0
其他	2168	-2875	-957	-1429
现金净增加额	2403	-801	1562	2918

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.9%	84.3%	29.6%	24.9%
营业利润	-25.0%	73.6%	45.9%	25.6%
归属于母公司净利润	-24.7%	72.4%	45.8%	25.2%
获利能力				
毛利率	43.1%	37.0%	39.9%	40.8%
净利率	18.1%	16.9%	19.0%	19.1%
ROE	22.2%	28.6%	31.1%	29.6%
ROIC	27.1%	33.7%	40.2%	41.9%
偿债能力				
资产负债率	51.4%	48.9%	45.8%	42.6%
净负债比率	39.11%	40.46%	35.86%	35.19%
流动比率	1.91	1.71	1.94	2.22
速动比率	1.86	1.61	1.84	2.12
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.87	0.91	0.92
应收账款周转率	22	31	27	26
应付账款周转率	3.58	4.68	3.87	3.83
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.22	1.78	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.99	1.97	2.38
每股净资产(最新摊薄)	3.19	4.26	5.72	7.51
估值比率				
P/E	30.18	22.75	15.61	12.47
P/B	6.69	6.52	4.85	3.70
EV/EBITDA	22	14	10	8

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn